

## Buscant l'equilibri perdut

Les dades publicades en les últimes setmanes han confirmat l'empitjorament de la combinació de creixement i inflació de l'economia mundial durant el 3T de l'any. La desacceleració del ritme d'avanç de l'activitat global s'ha originat en la pèrdua d'impuls de les tres grans economies mundials (la Xina, els EUA i Alemanya), llastades pels colls d'ampolla en l'oferta mundial i pels efectes de les pujades dels preus energètics. Especialment significatius són els problemes que es comencen a manifestar al sector industrial en països com Alemanya, a conseqüència de les distorsions en les cadenes de subministraments, però també els desajustaments al mercat laboral en països com els EUA, Alemanya o, fins i tot, Espanya, on les vacants no cobertes de llocs de treball voregen les 120.000 persones (màxims de l'última dècada). Per tant, per primera vegada en molt de temps, l'oferta és incapaç de respondre l'impuls que han transmès a la demanda tant la utilització de l'estalvi forçós acumulat durant els confinaments com el to extraordinàriament expansiu de la política econòmica. Aquest desajustament es continua manifestant en retards en els lliuraments de tota mena de béns i en desproveïment de moltes categories de productes, mentre la vàlvula d'escapament de la pressió (inflació) comença a assolir temperatures no vistes en les últimes dècades. En aquesta conjuntura, hem de comptar amb el manteniment de la desconexió entre l'oferta i la demanda global en els dos últims mesos de l'any, tenint en compte el tradicional augment del consum que es produeix en aquestes dates.

Per a la política econòmica, en especial al vessant monetari, la disjuntiva és continuar confiant en la flexibilitat de l'oferta, i, per tant, en la transitorietat de les pujades de preus, o començar a reduir les tensions al costat de la demanda adaptant les condicions financeres a una realitat que s'assembla poc a la d'un any enrere. I, com gairebé sempre en economia, la variable temps és la clau. Si no es produeix un canvi radical en les preferències dels consumidors, el més previsible és que l'oferta es vagi desplaçant fins a respondre a l'augment de la demanda. Però quant trigarà a fer-ho? I com respondran els inversors durant aquest període d'ajustament a les desfavorables dades d'inflació?

Per a la primera pregunta, ara com ara, no hi ha resposta i, pel que fa a la segona, quelcom es comença a moure als mercats financers, després de mesos anestesiats pels missatges de tranquil·litat de les autoritats monetàries. S'està produint un aplanament dels pendents de les corbes de tipus d'interès, originat en un augment de les rendibilitats amb venciment a curt termini (les pujades en els terminis llargs han estat més moderades). És a dir, el mercat continua confiant en la capacitat dels bancs centrals d'assolir els objectius d'inflació (en cas contrari, hauria augmentat el pendent de la corba), però, perquè això sigui possible, considera necessari ajustar de forma moderada les condicions financeres en els propers trimestres. I, de fet, un bon nombre de bancs centrals de l'OCDE (els EUA, Austràlia, el Regne Unit, Canadà i Nova Zelanda) ja es troben en la primera fase del procés de normalització de la política monetària. No obstant això, el BCE, que a l'estiu va renovar l'estratègia de política monetària, prefereix prendre's les coses amb més calma, esperar i veure, tot i que això comporti situar-se per darrere de la corba de les expectatives de mercat. En aquest pols soterrat que s'ha obert en les últimes setmanes, ara els inversors anticipen pujades de tipus oficials a la tardor de l'any vinent, mentre que els *swaps* d'inflació de la zona de l'euro a cinc anys van augmentar fins al 2,3%. Per tant, amb raó o sense, els mercats financers comencen a anticipar la necessitat que la política monetària contribueixi a tancar la bretxa existent entre l'oferta i la demanda, condició necessària per evitar efectes de segona ronda en l'àmbit dels preus que puguin convertir el transitori en permanent. I això implicarà la reducció dels ritmes de compra de deute públic i privat abans d'acabar l'any i suaus ascensos dels tipus d'interès al llarg del 2022.

La realitat és que els desequilibris als mercats de béns i en els factors de producció caracteritzen, en aquests moments, la situació de l'economia internacional, quan encara un bon nombre de països no han recuperat els nivells de PIB perduts. En la majoria dels casos globals (primeres matèries, transport de mercaderies, etc.), aquests desequilibris són conseqüència de la singularitat de la COVID-19, la qual cosa dificulta anticipar quan poden anar desapareixent. El dubte és si la política econòmica ha d'intentar reduir aquests desequilibris a curt termini o continuar confiant en la capacitat de resposta de l'oferta i en el retorn a la «normalitat» del consum. El risc és que el desajustament s'enquisti fins ben entrat l'any vinent, la qual cosa podria alterar la senda de recuperació de l'economia mundial.

José Ramón Díez Guijarro  
Novembre 2021